

(論文)

株式報酬に関する一考察

高 岸 直 樹

1. はじめに
2. 株式報酬の導入
3. 株式報酬を巡る規律
4. 残された課題
5. むすびにかえて

1. はじめに

我が国の株式会社では、経営者である取締役への報酬は、過去においては金銭報酬が主に用いられてきた。しかし、会社業績は経営者の経営努力によることから、株主は企業価値の増加を経営者に求め、経営者に対する報酬は経営成果に連動するインセンティブ報酬の比率を高めるべきであるとの意見が強まってきた。このため、まずは、会社の業績が向上すれば自社株価が上昇するとの関係に基づいて、平成 7 年（1995 年）には経営者に対するインセンティブ報酬としてストック・オプションを導入した。しかし、経済全体、市場全体の動向に株価が影響されるなか、ストック・オプションでは株価の上昇が期待されなければ、インセンティブ効果が生じないという欠陥がみえてきた。そこで、ストック・オプションの行使価格を 1 円とし、事実上、株式そのものをインセンティブ報酬とする方法が活用されるようになった。

しかし、行使価格を 1 円とするストック・オプションでは、自社株価が上昇すれば付与対象者の利益が増加する点はインセンティブとはなるが、会社業績の向上目標との連動性には欠ける。経営者は中期経営計画の策定など、中長期的な業績向上を図るのが一般的である。インセンティブ報酬は、この中長期的な業績向上との連動を図ることが望ましい。海外では中長期的な業績目標の達成に応じたインセンティブ報酬として自社株を支給する会社が目立ち、また、アメリカでは一定の譲渡制限が付された自社株をインセンティブ報酬として支給する会社も多い。

そこで、我が国でも、企業の成長・拡大の一助として、経営者に対する報酬につき中長期的な企業価値向上へのインセンティブ効果を求め、また、経営者が自社株式を個人資産として保有することで、株主との価値を共有してもらうため、株式そのものを報酬とする株式報酬の普及が期待されるようになった。

本稿は、この株式報酬について、導入の背景、その手法、問題点と会社法改正への流れを考察し、今後解決すべき課題として、資本充実の原則と資本増加の認識との関係から新しい種類株式の導入、株式報酬の条件設定における社外取締役の役割強化、買収防衛策との関係、の三点を見出すものである。

2. 株式報酬の導入

(1) 伝統的な役員報酬の問題点

役員に対する報酬は、過去においては主に、定期報酬、賞与、退職慰労金の3本立てであった。

定期報酬は、月額で定められた給与が一般的であった。役員の職務執行に対して選任契約上確約された報酬として位置づけられ、会社業績の推移にかかわらず、当該役員は定期報酬を受けることができる¹。このため、株主からみると、定期報酬は会社業績の向上のインセンティブとしては影響力が小さいと考えられる。

これに対し、賞与は、利益への役員の貢献に対する報酬と考えられ、平成17年（2005年）改正会社法以前は、株主総会で利益処分案（もしくは損失処理案）を決議することが求められており²、役員に対して賞与を支給する場合には、この利益処分案に含め決議することとされていた。しかし、平成17年改正会社法は、この賞与に対しても役員の職務執行の対価として捉えることとなり、支給金額の確定した報酬の規律に含めることとなった。これにより、会社業績向上への成果に対する報酬としての位置付けは失われた。また、そもそも賞与は、業績をみて支給額を決めることとなり、いわば結果論であって、経営者に対して企業価値の成長に対して事前にコミットするインセンティブ報酬とはいえない。

また、退職慰労金は役員の退任時に支給する後払いの役員としての職務執行の対価という性質³であるとされており、実務的にも、役員の任期の経過に応じ、役員退職慰労引当金を繰り入れてきた。しかし、株主より支給金額が不透明だという批判があったほか、会社業績に応じた報酬ではなく、インセンティブ報酬として位置づけることはできない。支給される役員としても偶発的な業績悪化により退職慰労金が不支給となるリスクもある。これらから、近時では上場会社を中心に廃止されている。

このように、伝統的な役員報酬には、インセンティブ報酬といえるものがなかった。しかし、会社が安定的に成長できる時代が終わり、経営者による成果が求められる時代となると、株主としても成長の見返りを保証することにより会社業績の向上を期待する必要が生じ、経営者としても会社業績に応じたインセンティブ報酬を得ることを求めるようになった。

(2) 初期のインセンティブ報酬

①ストック・オプション

このような背景のもと、インセンティブ報酬としてまず注目されたのが、ストック・オプションであった。ストック・オプションとは、オプションの行使ができる一定時期において、

設定された価格（行使価格）の払い込みにより、株式を取得することができる権利をいう。オプション権利者は、株式を時価より低額の行使価格で取得することにより、時価と行使価格との差額を経済的利益として受け取ることができ、これをインセンティブ報酬と観念する。金銭による報酬と異なり、会社財産のキャッシュ・アウトを伴わないというメリットもある。他方、オプションの価値を基礎とした費用計上が求められるため、利益が減少するという点では金銭報酬と同様である。

このストック・オプションは、特定新規事業実施円滑化臨時措置法の平成7年（1995年）改正で、非上場会社限定して商法の特例として法制度化された。このため上場会社では、分離型新株引受権付社債を発行し、新株引受権を会社が買い戻して付与する疑似ストック・オプションが使われた。その後、平成9年（1997年）商法改正で、商法上もストック・オプションが認められ、すべての会社で新株引受権の付与する方法、または自己株式を活用する方法が可能となった。

現在では、このストック・オプションを採用する場合には譲渡制限を付した新株予約権を用いるのが一般的である。この新株予約権が役員に対する報酬として会社法上の報酬規制に服する。

しかし、このストック・オプションでは、新株予約権の発行後、株価が行使価格を超えることがなければ、新株予約権者に新株予約権を行使する経済的メリットはない。日本経済において、株価が長期に渡り低迷したこともあり、新株予約権発行時の株式の時価を超える新株予約権行使価格を設定しても、行使期間中に株価が行使価格を超えることがなければ、インセンティブ報酬として無意味となる。このため、近年では、新株予約権行使価格を1円とするストック・オプションが設計されるようになった。

②業績連動報酬

インセンティブ報酬として、会社が業績に応じて役員に金銭報酬を支払うことについては、かつて法人税法が損金の額に算入することを否定していたため、会社にとり租税負担が大きく導入は進まなかった。

平成18年（2006年）税制改正により、当該事業年度の利益に関する指標に連動した一定の要件を満たす利益連動給与の損金算入が可能となった。しかし、この利益に関する指標のうち有価証券報告書に記載されるものを基礎として算定されるものと規定されていたため、会社にとり使い勝手が悪く、インセンティブ報酬として採用する会社は少なかった。

平成28年（2016年）税制改正により、これまでの指標を当該「事業年度の利益の状況を示す指標」に改め、「株式の市場価格の状況を示す指標」「売上高の状況を示す指標」を基礎として算定することが認められるようになった。（法人税法34条1項3号、法人税法施行令69条10項）これにより、当該「事業年度の利益の状況を示す指標」としては、有価証券報告書に記載される利益の額を指標とするだけでなく、EBITDA、EPS、売上高利益率、ROA、ROE、さらにはこれらの指標の対前年度比率や目標達成率も認められることとなった。また、当該年度に係る指標に限らず、中期経営計画の達成度などを使用することも認められるようになった。

また、「株式の市場価格の状況を示す指標」を用いることにより、後述するファントム・ストック、S.A.R.の損金算入が可能となった。

(3) 株式報酬類似制度

①株式報酬型ストック・オプション

前述した1円ストック・オプションは、事実上、株式を報酬として支給するものといえる。この株式報酬型ストック・オプションは、実務的に長期インセンティブ報酬として広く導入されている。つまり、この株式報酬型ストック・オプションの権利行使期間を、役員退任日から10日間程度とすることにより、実質的に役員退任時のみ報酬として受け取ることができるように設計するものである。役員退任時の株価が在任期間中の役員の職務執行の成果と対応しているものとすれば、役員在任期間を対象とした長期インセンティブ報酬となる仕組みである。また、役員も、退職所得として所得税の優遇を受けることができる税務上のメリットもある⁴。

②株式交付信託を活用した自社株報酬

株式交付信託⁵とは、会社が委託者となり、一定の要件を満たした役員を受益者として、インセンティブ報酬として株式を交付する信託をいう。この方法により、当時、既に海外で普及していたリストラクテッド・ストック（後述）やパフォーマンス・シェア（後述）と同様の自社株報酬を支給することができる。

仕組みとしては、会社が定める株式交付規程により、役員に一定のポイントを付与する。信託は、会社から拠出された資金を原資として株式を取得する⁶。一定期間の終了後、役員は保有するポイントに相当する株式の交付を信託から受ける。このポイントの付与は交付規程で会社が設計することができ、役位別に定めればリストラクテッド・ストックに類似し、業績に連動すればパフォーマンス・シェアに類似することになる。

この株式交付信託を活用した自社株報酬では、信託中は信託が株式を保有するため、役員は議決権を保有せず、配当金も受け取ることとはできない点が、リストラクテッド・ストックとは異なる。

③S.A.R

S.A.R (Stock Appreciation Right) は、アメリカでストック・オプションの代替手段として導入された株価に連動する報酬である⁷。S.A.Rの付与時と、行使時の株価の差額をキャッシュまたは株式を用いて決済するものである。

役員としてはストック・オプションに比べ、S.A.Rは株式の売却を必要としない点がメリットとなる。ストック・オプションであれば株式を売却しなければ利益が実現しないが、インサイダー取引規制により売却することが困難なケースも少なくない。これに対し、S.A.Rは差額決済なので、売却を要しないのである。他方、会社側としては、思わぬ株価上昇により、多額のキャッシュを必要とする可能性がある点はデメリットとなる。

法人税法上、S.A.Rは過去において損金算入ができない問題点があったが、現在では、「株式の市場価格の状況を示す指標」を用いた業績連動報酬に該当するよう設計すれば、損金算入が可能である。

④ファントム・ストック

ファントム・ストックとは、リストラクテッド・ストックを支給するのと同様の経済的効果を得よう、金銭報酬を支給するものである。つまり、役員は、一定の期日において、株価に株数を乗じて計算した額の金銭報酬を受ける。ファントム・ストックでは、実際には株式の発行を伴わないため、株式報酬に係る法的な問題点を回避することができるメリットが

ある。

なお、ファントム・ストックも、「株式の市場価格の状況を示す指標」を用いた業績連動報酬に該当するよう設計すれば、現在では法人税法上、損金算入が可能である。

（４）株式報酬

我が国の経営者は、自社採用による従業員から選抜され昇格した者が多く、自社株式の保有率が諸外国に比べ低いところ、近年では、経営者に中長期の企業価値創造を引き出すためのインセンティブ報酬として、また、株主との価値共有を図るため、金銭ではなく自社株式を支給する株式報酬が注目されるようになった。平成 27 年（2015 年）6 月に証券取引所上場規則として上場会社に適用されたコーポレート・ガバナンス・コードでは、経営者の報酬設計について、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべき⁸とされ、報酬制度や具体的な報酬額の決定にあたっては、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべき⁹と定められた。このような経緯から、我が国でも株式報酬に注目が及ぶようになった¹⁰。

現在活用されている株式報酬は、概ね、①リストラクテッド・ストック、②事前交付型パフォーマンス・シェア、③事後交付型パフォーマンス・シェアに分類される。

①リストラクテッド・ストック

リストラクテッド・ストック（Restricted Stock）とは、役員の将来の職務執行対価として、一定期間における譲渡等¹¹を制限した株式を交付するインセンティブ報酬である。譲渡制限が解除されたときに、当該役員は交付された株式を処分することができるようになり、その時点での株式の時価が経済的利益となるフルバリュー型である。但し、譲渡制限が付された株式を交付された時点で、株主となり、議決権の行使が可能で、配当も受領することができる。したがって、リストラクテッド・ストックでのインセンティブとは、直接的には会社の業績に連動するインセンティブではなく、株価に連動するインセンティブである。業績が向上すれば株価が上昇するという関係であり、会社業績との連動は間接的である。

この譲渡制限については、会社法が定める譲渡制限株式を用いることができるが、上場会社においては会社と交付される役員との間での契約、つまり債権的合意で行われることが多い。これは上場会社では株券が電子化されており、株主が保有する株式は証券会社等の口座で管理されているので、リストラクテッド・ストックでも交付される役員が証券会社に譲渡制限が付された口座を開設することにより、譲渡制限が担保される仕組みである¹²。

また、リストラクテッド・ストックでは、役員の職務執行状況または会社の業績等を基準として、会社が、交付した株式を無償で取得する、つまり交付した役員から没収することを定めていることが多い。

なお、一般に用いられているのは以上の事前交付型リストラクテッド・ストックであるが、付与対象者に条件成就後に株式を交付する事後交付型も設計可能である。

②事前交付型パフォーマンス・シェア

事前交付型パフォーマンス・シェア（Performance Share）とは、株式を対象となる役員に交付したうえで、会社の業績に連動して株式を没収する事由を定めたものをいう。会社の業績に連動している点でインセンティブ報酬となる。

リストラクテッド・ストックでも会社の業績等を基準に没収することを定めることがあるが、リストラクテッド・ストックでは業績等に連動して没収する株式数を定めない点が、事前交付型パフォーマンス・シェアと異なる。

事前交付型パフォーマンス・シェアでも、譲渡制限株式を交付する。このため交付を受けた役員は議決権を行使することができ、配当も受領することができる。ただ、一定の職務執行により譲渡制限が解除されるリストラクテッド・ストックに比べると、事前交付型パフォーマンス・シェアは没収される可能性が高いにもかかわらず、議決権を与えることには違和感も残る¹³。

③事後交付型パフォーマンス・シェア

事後交付型パフォーマンス・シェアとは、会社の一定期間の業績に連動して株式を役員に交付することを決定しておき、その一定期間の経過後に、株式を交付するものである。業績に連動して株式を交付することから、インセンティブ報酬となる。事前交付型パフォーマンス・シェアと異なり、株式を事前に発行しないため、事後交付型パフォーマンス・シェアの確定時点では議決権や配当受領権は生じない。事前交付型パフォーマンス・シェアと異なり没収という概念がないため、没収される可能性が比較的高いにもかかわらず議決権や配当受領権を与えるという懸念が生じないのもメリットである。

3. 株式報酬を巡る規律

(1) 会社法上の規律

取締役に対する報酬について、会社法は以下の規律を設けている。取締役に対する職務執行の対価として会社が支払う財産上の利益は、指名委員会等設置会社を除き、定款に定めるか、株主総会の決議によって定めることが必要である（会社法 361 条 1 項、会社法 404 条 3 項）。また、公開会社は、事業報告において役員報酬に関する開示が求められている（会社法施行規則 121 条 4 号）。

取締役に対する報酬の決定は、経営を委任されている取締役の業務執行の一環ともいえるが、取締役報酬は株主が委託した経営の対価であり、株主に帰属する利益から支払うものであって、この点では取締役と株主との間に利害対立があるところ、支給を受ける取締役に取締役報酬の決定権を与えることはいわゆるお手盛りを招き、株主の利益を害する危険があるため、株主に決定権を残したものである。なお、監査役についても取締役と同様の規律が設けられているが（会社法 387 条 1 項）、監査役は業務執行権限を有していないから、お手盛りの危険はなく、この規律の趣旨は監査役の適正な監査を確保するために独立性を保障するためである。

定款の定め、または株主総会の決議について、支給額が確定した金銭報酬については、その金額を定めることとなる（会社法 361 条 1 項 1 号）。この金額の定めは一事業年度または一か月の上限額を定めることで足りる。上限額を決めることにより、その上限額までは支払いを認め、他方、上限額を超えないことにより株主に帰属する利益が浸食されないという形で、株主の利益が保護される仕組みである。したがって、この上限額の範囲内で、具体的に取締役に支給する金額を決定するのは、取締役の業務執行の意思決定に属し、取締役会の決議事項となる。

また、業績連動金銭報酬については、報酬金額が確定していないため、金額ではなく、具

体的な算定方法を定めることになる（会社法 361 条 1 項 2 号）。

これに対し、ストック・オプションについては、相殺構成による付与か、現物構成による付与かにより異なる。

相殺構成とは、新株予約権の募集発行に対し、その公正価値に対応する払い込みを必要とするが、その払い込み額と同額の金銭報酬を対象となる役員に支給し、会社の払込請求権と付与対象者の報酬請求権を相殺する方法（会社法 246 条 2 項）によりストック・オプションを付与する方法である。この方法であれば、この報酬は金銭報酬に該当することとなる¹⁴。

これに対し、現物構成では事情が異なる。現物構成とは、新株予約権につき払い込みを要しないものとして割り当てることにより、ストック・オプションを付与する方法である。この方法であれば、非金銭報酬となり、その具体的な内容（会社法 361 条 1 項 3 号）に加え、確定額または額の算定方法¹⁵を定めることとなる¹⁶。

このように、ストック・オプションでは、新株予約権の発行が必要となるため、報酬規制に加え、新株予約権に関する規制も受けることとなる。

ここで、相殺構成の場合は、新株予約権自体は公正な価格で発行された形となるが、現物構成によるストック・オプションの場合は、払込がないため、新株予約権を有利発行しているのではないかという疑問が生じる。

しかし、この点、新株予約権の発行に際し、金銭による払い込みがない場合であっても、当然に有利発行に該当するものではなく、払い込みがないことが新株予約権を引き受ける者に特に有利な条件である場合に、有利発行に該当すると整理された（会社法 238 条 3 項 1 号）。この結果、職務執行対価として新株予約権が現物で割り当てられる場合には、職務執行と新株予約権との間に対価関係があれば、特に有利な条件には該当しないものと解されている¹⁷。

（２）経済産業省解釈指針

リストリクテッド・ストックやパフォーマンス・シェアなどの株式報酬は、株式を直接交付するものと設計すると、会社法上、非金銭報酬に該当する。したがって、前述の通り、具体的な内容と、金額または額の算定方法を明らかにしなければならない。また、株式の発行または自己株式の処分を伴うところ、払い込みを伴わない発行または処分となった場合、有利発行の問題が生じる。新株予約権を用いるストック・オプションの場合、現物構成をとっても、前述の通り、新株予約権は払い込みを要しないものとして割り当てることが可能であるのに対し、株式は株主割り当てを除き、払い込みを要しないものとして割り当てることを認める規律も実務もなかった。ストック・オプションで用いられる相殺構成をとったとしても、会社法が株式会社では禁止している労務出資にあたる懸念、また、会社が定める報酬請求権との相殺が仮装払込にあたる危惧もあった。これらの点が我が国での株式報酬の法的な問題点となり、普及の障害となっていた。

しかし、前述の通り我が国での株式報酬の普及が喫緊の課題となり、この問題に対応したのが平成 27 年（2015 年）7 月 24 日に公表された経済産業省のコーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会の報告書（経産省解釈指針）である。

経産省解釈指針は、ストック・オプションでの相殺構成を株式報酬に取り入れるものであり、危惧されていた仮装払込には当たらないと「解釈」を示すことで、株式報酬導入の道

を開いたものである。

これにより、現在、実務で用いられているリストラクテッド・ストック、パフォーマンス・シェアは、金銭報酬債権を対象者に付与し、現物出資財産として株式の発行または自己株式の処分を行っている。具体的な手続きとしては、例えばリストラクテッド・ストック（事前交付型）では、株主総会決議で金銭報酬債権の支給限度額、及び新株発行または自己株式処分の決議を行っている。

しかし、この経産省解釈指針には、つぎのような問題点もある。まず、①リストラクテッド・ストック（事前交付型）や事前交付型パフォーマンス・シェアでは勤務条件または業績条件により株式が付与対象者より没収される可能性から、事前交付時点以降の期間において報酬請求権を費用化するが、その報酬請求権を現物出資財産として株式を事前に発行するのは、現物出資財産の適格性が疑われることである¹⁸。

事前交付型株式報酬での相殺構成では、「株主総会にて金銭報酬債権の支給を決議し、さらに新株発行決議を行い、払込にあたり相殺」するが、この金銭報酬債権は「過去の職務執行の対価」ではなく、「将来の職務執行の対価」である。このため、将来の職務執行が会社と付与対象者との間で合意されたものでなければ、会社は付与対象者が取得した株式を没収することとされている。確かに、当初の金銭報酬債権を債務不履行として付与対象者から会社に返還する形式をとってはいないから、一見、新株発行には瑕疵はない形になる。しかし、会社が自ら作り出し、付与対象者に与えた金銭報酬債権が、結局は職務執行の対価性がなかったとなれば、実在のない資産をもって資本を増加させたとして「見せ金」と同様に評価されることになってしまう。

この点、実務的に考えると、勤務条件が付されたリストラクテッド・ストックでは、取締役会が取締役選任議案を株主総会に提出することを踏まえると、譲渡制限が解除されないという事態は稀なケースと考えられ、会社が交付した株式を没収する可能性は少なく、前述の問題が生じる可能性は低い。しかし、一方で、事前交付型のパフォーマンス・シェアでは、設定した業績条件に達せず、会社が交付した株式を没収する可能性は十分考えられ、このような金銭報酬債権につき新株発行時に資本増加を認識してよいのか疑問は残る。

このほか、②リストラクテッド・ストック（事前交付型）の勤務条件または業績条件や事前交付型パフォーマンス・シェアの業績条件の判定期間が取締役任期を超えることへの疑問、③事後交付型パフォーマンス・シェアでは、業績条件を付すが、業績が好調ゆえに株価が上昇した場合に、実際に交付する株式の時価総額が、当初株主総会で承認した金銭報酬債権の金額を超過する可能性があり、金銭報酬債権の額または算定方式と、株式数それぞれの上限を定める必要があること、などの問題点があげられる。

（３）会社法改正

現在、会社法の改正の準備が進められている。そのなかで、役員報酬規制に関しては、①役員報酬の決定手続きに関し、株主総会決議を受けて、取締役会から代表取締役者に再一任する場合の手続、②報酬等の内容に係る決定に関する方針についての説明義務、③事業報告における取締役の報酬等の開示、などが改正検討項目としてあげられているが、④株式報酬や新株予約権報酬を付与する場合の手続もテーマとされている。

これまでみてきたように、株式報酬で株式現物を対象者に支給する場合（現物構成）には、

会社法上、報酬規制と新株発行手続（有利発行規制）の2点が問題となる。しかし、現行会社法上は、株式報酬等を付与する場合に、報酬決定手続と株式の発行手続が整理されていない。このため現物構成による株式報酬が行われてこなかった。今回、この問題に対応すべく、改正が検討されている。

法制審議会「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案（仮案）」¹⁹では、まず、報酬決定手続については、役員報酬等のうち当該会社の株式であるもの又は当該株式の取得に要する資金に充てるための金銭については、当該株式の数（種類株式発行会社においては、株式の種類及び種類ごとの数）の上限及び当該株式の交付の条件の要綱を、定款に定めていないときには、株主総会の決議によって定めるとするものである。また、この募集株式については、会社法 361 条 1 項の規定による定めに係る取締役及び取締役であった者以外の者は、会社法 203 条 2 項の申し込みをし、または 205 条 1 項の契約を締結することはできないものとする。

さらに、株式の発行手続については、上場会社においては、株式報酬に係る株式を引き受ける者の募集をするときは、会社法 199 条 1 項 2 号及び 4 号の事項を定めることを要しないものとし、募集株式と引き換えにする出資の履行を要しない旨及び募集株式を割り当てる日を定めなければならないとする。

また、新株予約権についても同様の対応がなされ、報酬等のうち当該株式会社の新株予約権であるもの又は当該新株予約権の取得に要する資金に充てるための金銭については、当該新株予約権の内容の要綱及び数の上限について、定款に定めていないときには、株主総会の決議によって定めるとする。

また、新株予約権の発行手続についても、上場会社においては、新株予約権を発行するときは会社法 236 条 1 項 2 号の事項を定めることを要せず、当該新株予約権の行使に際して出資を要しない旨、会社法 361 条 1 項の規定による定めに係る取締役及び取締役であった者以外の者は、当該新株予約権を行使できない旨を定めるものとされる。

これらの改正が行われれば、株式報酬について、現物構成であっても、相殺構成であっても、報酬規制として株主総会で決議すべき事項が明らかとなる。また、ストック・オプションで、新株予約権を用いた現物構成が可能であるのに、実務において相殺構成が用いられることが多いのは、有利発行への懸念と課税上の問題といわれるが、今回の会社法改正が行われる趣旨は現物構成への障害をなくすためであるから、有利発行への懸念は解消されることとなる。そして、これを踏まえて、この改正により、新株予約権による新株発行と同様の取扱いとなる株式報酬としての新株発行についても、有利発行の問題は生じないと理解しようとしている。

したがって、これらの改正が行われれば、株式報酬につき経産省解釈指針による相殺構成が会社法上の規律に含められ、加えて現物構成による株式報酬も上場会社においては会社法上容認されることとなるといえよう。

4. 残された課題

このように、株式報酬に関する会社法改正は、株式報酬の問題点である報酬規制と新株発行規制に係る疑念につき、現在の経産省実務指針に沿って、上場会社を対象として解消するものであり、一定の評価が認められる。

しかし、この改正が行われたとしても、株式報酬に関する課題は残されている。

まず、第一に、株式報酬と資本充実の原則である。今回の見直しに関する要綱案（仮案）に沿って改正されると、株式報酬に係る株式を発行する際には発行価格を定める必要はない。これを現物構成では無償による新株発行と捉え、払込行為がない点に着目すれば、資本金とは払込資本のうち会社が資本金として計上した金額である（会社法 445 条 1 項及び 2 項）として、資本は増加しないと考えることも可能である。しかし、他方、株式報酬の規律に「当該株式の取得に要する資金に充てるための金銭」を含むように、この改正が行われても相殺構成が排除されるものではない。相殺構成であれば、払込がなされ、現在の会計上の取扱いでは資本が増加することとなる。現物構成と相殺構成で、経済的には同様の株式報酬であるのに、資本の増加の有無が異なるというのは妥当性に欠くと考えられる。

いずれかに整理する必要があるが、ここで、現物構成であっても、役員報酬として株式を発行するのであるから、対価性はあることに着目すべきである。損益計算上、会社が株式報酬費用を費用化することを前提に考えると、株式報酬費用を何らかの形で資本の増加に充てる必要があろう。しかし、現在の相殺構成のように、株式報酬に係る株式を発行した時点で、資本の増加を認識すると、事前交付型の株式報酬である限り、前述の通り、現物出資財産としての適格性が問題となり、見せ金との疑念が続くこととなる。

この疑念を解消するには、譲渡制限を解除する条件が成就した時点で資本増加を認識するのが望ましいが、一方で発行済株式と同内容の新株式を発行しており、株式報酬として発行する株式を新たな種類株式として設けない限り、この理解は難しいであろう。

もちろん、事後交付型株式報酬であれば、「過去の職務執行に対する対価」であり、株式発行時に株式報酬費用の全額を資本増加に充てることは可能である。

第二に、希薄化に対する株主保護の問題である。相殺構成であっても、現物構成であっても、株式報酬は経営者の職務執行の対価であり、その報酬は株主の負担である。しかし、株式報酬では株式発行時の資本増加額をいくりに設定しようとも、結局は、損益計算上の株式報酬費用が増減するだけで、全額が既存株主の負担に帰する。つまり、株式が希薄化することになる点は避けられない。これにもかかわらず、株式報酬を株主が認めるのは、希薄化による株主負担以上に、会社価値の上昇が期待できるからに他ならない。したがって、株式報酬の制度設計においては適切な勤務条件や業績条件の設定が重要となる²⁰。指名委員会等設置会社での報酬委員会、また、監査等委員会設置会社における報酬に対する意見の決定（会社法 399 条の 2 第 3 項 3 号）及び株主総会での意見（会社法 361 条 6 項）など、株式報酬での適切な勤務条件や業績条件の設定に資する体制は用意されている。しかし、従来からの監査役を設置することができる会社も多数あり、これらの会社では、任意で報酬委員会を設ける会社も見受けられるものの、株式報酬制度の設計にあっては、これまで以上に独立社外取締役²¹の役割が重要視されることになろう。万一、不適切な株式報酬制度設計が行われた場合には、株式報酬制度により利益を得た取締役には悪意または重過失があるものと考えられ、株主総会決議が存在することだけをもって免責されることは難しく、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の問題となり、任務懈怠責任²²が問われることになろう。

第三に、買収防衛策との関係である。まず、今回の株式報酬に係る会社法改正については、会社法の主要なユーザーである中小企業の団体からは、不要論が出ていた²³。理由としては、経産省実務指針で対応できているという現実があること、中小企業では株式報酬により経営

権の移動が生じやすくなることがあげられている。実際、株式報酬に係る改正をすべての株式会社に適用すると、小規模な資本による会社では、指摘された問題が顕在化するであろう。しかし、今回の仮案では、適用を上場会社に限定しており、発行済株式総数に比べ株式報酬により交付する株式数はさほどの数にはならず、通常であれば支配権の問題には及ばないと考えられる²⁴。しかし、事前交付型の株式報酬では、付与対象者には前述の通り議決権が与えられることから、買収防衛策となる可能性は残る。

5. むすびにかえて

会社の中長期的な企業価値向上、株主との価値共有の観点から、取締役に対する株式報酬制度は効果的かつ必要な制度である。今後は、ここまで検討した、①資本充実との関係―資本増加の認識と、そのために新しい種類株式の導入も視野に、②希薄化に対する株主保護―独立社外取締役の役割強化、③買収防衛策との関係、という課題を整理し、さらに積極的に活用できる制度となることを期待したい。

（注）本稿は平成 30 年（2018 年）12 月に執筆したものである。

注

- 1 役員在任中、原則として本人の同意なく定期報酬を減額することは選任契約違反となる。最判平成 4 年（1992 年）12 月 18 日民集 46 巻 9 号 3006 頁参照。
- 2 平成 14 年（2002 年）改正で創設された委員会等設置会社では、利益処分として役員に賞与を支給することは認められていなかった（旧商法特例法 21 条の 31 第 2 項）。これは利益処分を取締役会の決議により決定できるため、お手盛りとなるからである。
- 3 最判昭和 39 年（1964 年）12 月 11 日民集 18 巻 10 号 2143 頁。
- 4 ストック・オプションに係る税務上の取扱いについては、蝦名和博「ストック・オプションおよび特定譲渡制限付株式等に係る税務上の取扱い」商事法務 2169 号 29 頁以下などを参照されたい。
- 5 株式交付信託に係る税務上の取扱いについては、内ヶ崎茂＝吉田宏克「株式交付信託に係る税務上の取扱い」商事法務 2169 号 19 頁以下などを参照されたい。
- 6 会社が拠出する資金により自社株式を取得するが、信託が取得することから自己株式にはあたらないと考えられる。但し、信託終了時に信託に株式が残っている場合には、会社が無償取得することとされているため、自己株式の性質の有無につき検討が必要である。
- 7 我が国で S.A.R を導入した著名な事例として、日産自動車があげられる。平成 25 年（2013 年）6 月の定時株主総会では、平成 20 年（2008 年）6 月の定時株主総会で承認された確定額金銭報酬（年額 29 億 9 千万円以内（うち社外取締役 3 千万円以内））の支給に加え、株価連動型インセンティブ受領権として、「権利行使日の前普通取引日における当社普通株式 1 株あたりの市場終値が下記行使価額を上回っている場合に、その差額を受領する権利」を与えるものである。なお、この権利を行使できる数は、被付与者に付与された権利の数を上限として、被付与者毎に設定される業績目標の達成度等の条件に応じて変動するものとされていた。
- 8 コーポレートガバナンス・コード「原則 4-2」。
- 9 コーポレートガバナンス・コード「補充原則 4-2①」。
- 10 株式報酬制度を株式報酬費用の観点から検討した論考として田崎伸治ほか「株式報酬制度の再検討―費用負担の観点から―」商事法務 2180 号 16 頁以下（2018 年）がある。
- 11 担保権の設定等その他の処分を含む。

- 12 リストリクテッド・ストックでは交付された時点で株式は有効に発行されており、譲渡制限を種類株式ではなく債権的合意で行うと、当該役員が契約に反して第三者に交付された株式を譲渡すれば、第三者は株式を取得することとなる。
- 13 高田剛『実務家のための役員報酬の手引き〔第2版〕』（商事法務、2017年）278頁は、「没収可能性が相当程度ありうる株式について、その未確定段階で議決権や配当を与えるのは相当でないともいえよう。」と述べる。
- 14 しかし、実務的には、ストック・オプションの付与について明らかにしたうえで、株主総会決議を得ることが一般的である。
- 15 この額の算定方法としては、ブラック＝ショールズ・モデルなどが用いられる。
- 16 相澤哲＝石井裕介「新会社法の解説(8)―株主総会以外の機関〔上〕」商事法務1744号102頁（2005年）。
- 17 相澤哲＝葉玉＝群谷大輔『論点解説 新・会社法―千問の道標』（商事法務、2006年）316頁は、「当該新株予約権を無償で発行することにより、本来会社が負担すべき金銭による報酬の額を低く抑えることができるのであれば、その実質的な経済的効果からして、特に有利であるというわけではない」と述べる。
- 18 リストリクテッド・ストック（事前交付型）では、株式報酬費用を勤務条件期間に対応して前払費用として負債に計上することになるが、弥永真生「リストリクテッド・ストックの法的陥穽」『ビジネス法務』中央経済社、2017年4月号、50頁～55頁は会社法上の労務出資禁止に抵触すると指摘している。
- 19 法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会第17回会議（平成30年（2018年）10月24日）部会資料26。
- 20 伊藤靖史「株式報酬と会社法〔上〕」商事法務2138号9頁以下は、報酬決議の相当性が認められなければ有利発行の問題が生じると指摘する。
- 21 独立社外取締役は株式報酬支給の対象とならないことが多く、取締役会で独立した立場で株式報酬制度の検証が可能と考える。
- 22 取締役に株式報酬による利益が生じているので、無過失責任と解すべきである。立法による対応が求められよう。
- 23 「会社法改正に関する意見」日本商工会議所、東京商工会議所（平成30年4月5日）8頁。
- 24 現物出資による新株発行となるため検査役による財産の価額の調査の要否が問われるが、募集株式の引受人に割り当てる株式の総数が発行済株式総数の10分の1を超えない場合には検査役の価額調査が不要である（会社法207条9項1号）ことから、株式報酬による新株発行についても発行済株式総数の10分の1が事実上の上限となっている。